

LE THÈME DU MOIS

Appréciation de l'euro : causes, perspectives et conséquences

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse
BASTIEN DRUT, Stratégie et Recherche Économique
IBRA WANE, Stratégie et Recherche Économique

L'essentiel

L'euro demeure sous-évalué au regard de la plupart des modèles de valorisation et se trouve porté par la dynamique économique interne. Ce n'est pas le niveau de l'euro qui surprend mais la rapidité avec laquelle il s'est apprécié depuis le début du mois mai. Même s'il est clair que son envolée récente s'explique par des facteurs extérieurs à la zone euro (faiblesse généralisée du dollar et du sterling, notamment), nous estimons que la hausse observée depuis le début de l'année résulte aussi en grande partie de l'amélioration des fondamentaux de la zone euro et du solde excédentaire de sa balance de base. La pression haussière sur la monnaie unique sera donc amenée à se poursuivre, même si le mouvement récent a été excessivement rapide et qu'une correction est toujours possible à court terme. Nous estimons que la hausse de l'euro n'est pas suffisamment forte pour mettre en péril la reprise en cours. La BCE devra néanmoins veiller à éviter un mouvement de surréaction de l'euro. Sous cette condition, les profits des sociétés pourront certes pâtir de l'appréciation du change d'ici la fin de l'année, mais nous anticipons au final que c'est la dynamique cyclique qui finira par l'emporter. Le potentiel de rattrapage des profits en zone euro à moyen terme demeure significatif.

Introduction

L'euro s'est nettement apprécié depuis le début de l'année (+ 7,4 % en termes de taux de change effectif ; + 14 % face au dollar), dépassant le seuil symbolique de 1,20 \$ pour la première fois depuis début 2015. L'accélération récente de la hausse de l'euro a pris les marchés au dépourvu et préoccupe la BCE.

La monnaie unique demeure pourtant (1) sous-évaluée au regard de la plupart des modèles de valorisation et (2) se trouve portée par une dynamique économique interne qui s'est considérablement renforcée depuis le début de l'année. Ce n'est donc pas le niveau de l'euro qui surprend mais la rapidité avec laquelle il s'est apprécié depuis le début du mois mai. Même s'il est clair que l'envolée récente de l'euro s'explique par des facteurs extérieurs à la zone euro (faiblesse généralisée du dollar et du sterling, notamment), nous estimons que la hausse observée depuis le début de l'année résulte aussi en grande partie de l'amélioration des fondamentaux de la zone euro et du solde très excédentaire de sa balance de base. La pression haussière sur la monnaie unique est donc amenée à se poursuivre, même si le mouvement récent a été excessivement rapide et qu'une correction est toujours possible à court terme.

Nous revenons ici plus en détail sur l'ensemble des questions soulevées : quelles sont les causes de la hausse ? Le « choc » récent est-il durable ? Quelles sont les perspectives pour la devise ? Et enfin quelles seront les conséquences sur l'économie, la politique monétaire et les profits des sociétés ?

1. Parité de l'euro : les raisons de la hausse, les perspectives

Le mouvement récent de l'euro a été très lié à réduction de l'écart de taux longs

L'euro, considéré en termes effectifs, est resté très stable sur l'année 2016 et sur le début de l'année 2017. Ce n'est qu'à partir du mois d'avril qu'une tendance d'appréciation a vu le jour. Cette appréciation de l'euro ne s'est pas faite de façon linéaire et trois événements ont été directement liés à des « poussées » haussières :

“La monnaie unique demeure pourtant sous-évaluée au regard de la plupart des modèles de valorisation.”

- Le limogeage du directeur du FBI James Comey le 9 mai et la mise en place d'une investigation spéciale dirigée par Robert Mueller le 17 mai : les taux longs américains ont chuté alors que les taux allemands sont restés stables
- Le discours de Mario Draghi à Sintra le 27 juin (« *Accompanying the recovery* ») lors duquel celui-ci s'est montré davantage optimiste sur les perspectives d'inflation et a évoqué un ajustement des paramètres de politique monétaire.
- Le conseil des gouverneurs du 20 juillet lors duquel Mario Draghi a expliqué qu'une discussion sur la re-calibration de la politique monétaire aurait lieu à l'automne.

Les deux premiers de ces trois événements ont causé une réduction de l'écart de taux 10 ans entre les États-Unis et l'Allemagne : ce dernier est passé de 200 pb début mai à moins de 180 fin juillet, ce qui a poussé l'euro à la hausse face au dollar. **En revanche, l'appréciation de l'euro depuis la fin juillet est différente car le taux de change effectif de l'euro a progressé malgré une légère réduction de l'écart de taux États-Unis/Allemagne.**

La parité EUR/USD a certes monté un peu depuis le conseil des gouverneurs du 20 juillet, notamment avec les menaces de la Russie et l'Arabie Saoudite le 24 juillet au sujet de l'implémentation des baisses de production de pétrole qui ont induit une remontée des prix, **mais le principal contributeur à la montée du taux de change effectif de l'euro a été la forte baisse de la livre sterling** : la parité EUR/GBP atteint ainsi 0,92, ce qui est désormais très proche des plus hauts historiques, en raison de chiffres économiques qui continuent à décevoir et du manque de clarté au sujet de la stratégie britannique par rapport au Brexit. Il faut également souligner la dépréciation soudaine du franc suisse, la parité EUR/CHF étant passée de 1,10 fin juin à 1,14 aujourd'hui.

Comme nous venons de le voir, plusieurs éléments – pas nécessairement liés entre eux et dont certains pourraient jouer dans l'autre sens prochainement – sont derrière la montée de l'euro depuis le mois d'avril mais le principal d'entre eux reste le différentiel de taux longs.

Les taux longs allemands restent trop bas, notamment car les points-morts d'inflation restent à des niveaux excessivement faibles. **L'annonce prochaine d'une réduction des achats d'obligations souveraines devrait contribuer à faire remonter les taux et à un horizon de plusieurs mois, l'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne devrait continuer à se résorber lentement mais sûrement, ce qui entraînerait à la hausse la parité EUR/USD.**

Le rééquilibrage de portefeuille explique la dynamique de l'euro depuis 2014

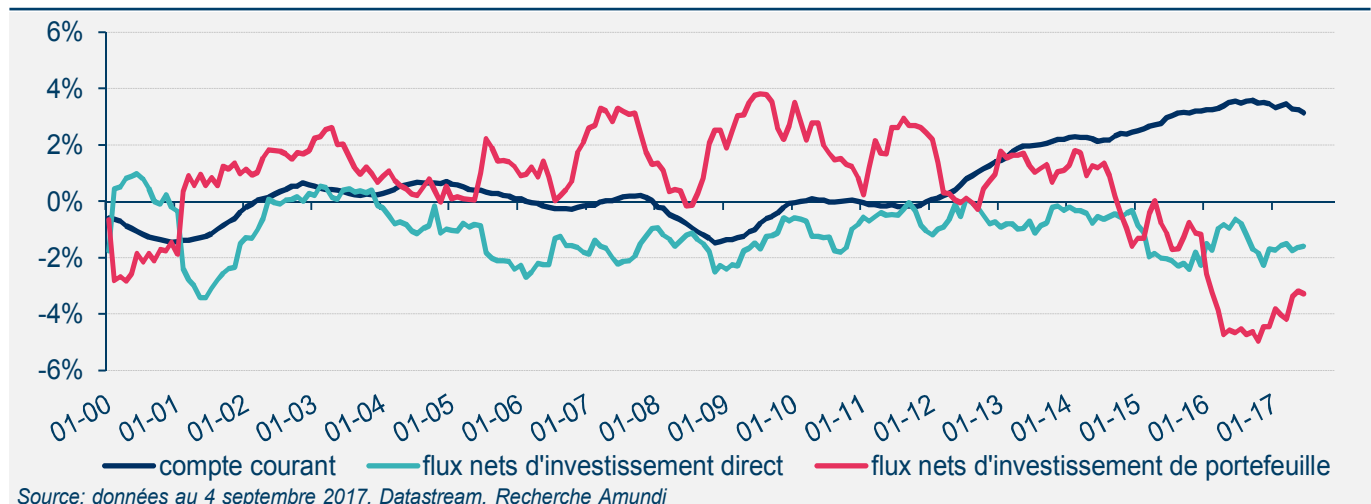
Alors que la BCE annoncera prochainement une réduction de ses achats d'actifs, il n'est pas inutile de rappeler l'impact que la banque centrale a eu sur l'euro ces quatre dernières années, en particulier via les rééquilibrages de portefeuille.

Au début de l'année 2014, la parité EUR/USD était encore proche de 1,40. Le passage du taux de dépôt en juin 2014 et la perspective de l'annonce d'un programme de QE

“Le taux de change effectif de l'euro a progressé malgré une légère réduction de l'écart de taux États-Unis/Allemagne.”

“L'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne devrait continuer à se résorber lentement mais sûrement, ce qui entraînerait à la hausse la parité EUR/USD.”

Zone euro : flux nets entrants (% du PIB)



(lors de la conférence de Jackson Hole en août 2014, Mario Draghi avait indiqué que les « risques de 'faire trop peu' dépassaient ceux d'en 'faire trop' », ce qui avait enjoint les marchés à anticiper l'annonce d'un programme de QE) avait fait fortement chuter les rendements obligataires européens et s'élargir l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Allemagne.

Le fait que les rendements obligataires européens soient devenus négatifs ou trop bas a enclenché des sorties de portefeuille d'une ampleur inédite : 1) les investisseurs hors d'Europe ont vendu massivement leurs obligations européennes, 2) les investisseurs européens ont cherché de meilleurs rendements hors des frontières européennes (en particulier en achetant massivement des obligations du Trésor américain). En conséquence, les flux de portefeuille, qui avaient été très positifs sur la période 2001 – 2014, sont devenus très négatifs en net et l'ampleur des sorties de portefeuille a plus que contrebalancé le fort excédent courant de la zone euro. Cela a coïncidé avec une très forte dépréciation de l'euro. La poursuite des flux de portefeuille sortants a coïncidé avec le maintien de l'euro à un niveau bas : entre début 2015 et juin 2017, la parité EUR/USD est restée presque tout le temps entre 1,05 et 1,15.

Depuis un an environ, nous observons que les flux de portefeuille sortants ont un peu perdu de leur intensité. Une remontée des rendements obligataires européens (et davantage de réduction de l'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne) serait de nature à ce que les flux d'investissement de portefeuille soient moins négatifs voire à les faire revenir en territoire positif. Sur fond d'excédent courant de la zone euro substantiel (340 Mds€ sur les 12 derniers mois), les rééquilibrages de portefeuille à venir se feraient cette fois à l'avantage de l'euro. **En conséquence, il est très probable que le mouvement d'appréciation de l'euro se poursuive sur les trimestres à venir. Les perspectives macroéconomiques jouent en ce sens.** Nous avons revu à la hausse notre prévision sur l'euro/dollar de 1,20 à 1,25 à l'horizon des 12 prochains mois, en anticipant une hausse du taux de change effectif du même ordre

“ Depuis un an environ, nous observons que les flux de portefeuille sortants ont un peu perdu de leur intensité.”

2. Comment évaluer l'impact macroéconomique de la hausse de l'euro ? Quel sera l'impact sur la politique monétaire ?

Une appréciation du taux de change constitue une forme de durcissement des conditions monétaires plus ou moins bien venue selon l'état de la conjoncture et le niveau d'inflation. Les canaux de transmission par lesquels un « choc » sur les taux de change affecte la croissance et l'inflation sont complexes et ne fonctionnent pas avec la même intensité selon le pays concerné et le positionnement de son économie dans le cycle. En outre, le caractère plus ou moins permanent d'un choc sur une devise dépend (entre autres) de son niveau de valorisation. Ainsi, l'appréciation même trop rapide d'une devise sous-évaluée doit davantage s'interpréter comme un rééquilibrage nécessaire (donc de nature permanente) que comme un choc temporaire.

Quels sont les canaux de transmission ?

L'impact du taux de change sur l'économie fait intervenir de nombreux mécanismes dont l'évaluation nécessite l'utilisation d'un modèle macroéconomique bouclé de l'économie mondiale.

Contrairement à une idée reçue, une appréciation du change n'a pas que des effets négatifs sur l'économie :

- D'un côté, la détérioration de la compétitivité (*ex ante*) dans le pays dont la monnaie s'apprécie, diminue les exportations et accroît les importations (en volume), ce qui pèse (toutes choses égales par ailleurs) sur la croissance du PIB réel ; et par ce canal, l'emploi et l'investissement s'affaiblissent.
- D'un autre côté, la baisse induite des prix des matières premières permet aux entreprises de contenir leurs coûts de production. Et surtout, l'appréciation du change redonne du pouvoir d'achat aux ménages, via la baisse du prix des biens consommés. Le surcroît de consommation qui en résulte compense en partie l'impact négatif de l'appréciation du change transitant par le commerce.

Selon le modèle multinational de l'OCDE (Interlink), une appréciation de 10 % de l'euro diminue la croissance de la zone euro à hauteur de 0,7pp l'année qui suit le choc. Le modèle Nigem, utilisé par de nombreuses banques centrales, donne un ordre de grandeur similaire (-0,6pp). En revanche, selon le modèle de la BCE (2011), l'impact sur la croissance est beaucoup plus faible (de l'ordre de 0,1pp). L'impact sur l'inflation est très significatif dès la première année dans tous les modèles.

“ Contrairement à une idée reçue, une appréciation du change n'a pas que des effets négatifs sur l'économie.”

Plusieurs remarques :

- Ces modèles résultent d'estimations réalisées en grande partie avant la grande crise financière. Il semble que la sensibilité des échanges commerciaux au taux de change se soit affaiblie depuis lors. Certains travaux montrent que les exportations tendent à être moins sensibles aux taux de change que par le passé. Il y a néanmoins des divergences de sensibilité entre les différents pays de la zone euro qui sont bien connues (les pays périphériques et la France sont plus sensibles que l'Allemagne par exemple). Nous ne rentrerons pas plus en avant dans les spécificités pays dans la mesure où il faudrait, en outre, tenir compte de la structure des échanges commerciaux de chacun d'entre eux. Seul l'impact sur la zone agrégée nous importe ici.
- Du côté des prix, la sensibilité de l'inflation à la parité de l'euro face au dollar est plus forte que celle face aux autres devises et ce pour tous les pays. Ce qui s'explique par le fait que les matières premières sont libellées en dollar.
- Les modèles macroéconomiques montrent (1) que l'impact sur la croissance s'érode rapidement et que l'économie retrouve graduellement sa trajectoire potentielle, (2) que l'impact sur l'inflation totale est marqué la première année mais temporaire et qu'il est très faible sur l'inflation sous-jacente. Dit autrement, les chocs permanents sur le change ont un impact temporaire sur l'économie.

La hausse de l'euro se produit en effet dans un environnement très porteur

Les considérations générales doivent être replacées dans le contexte actuel :

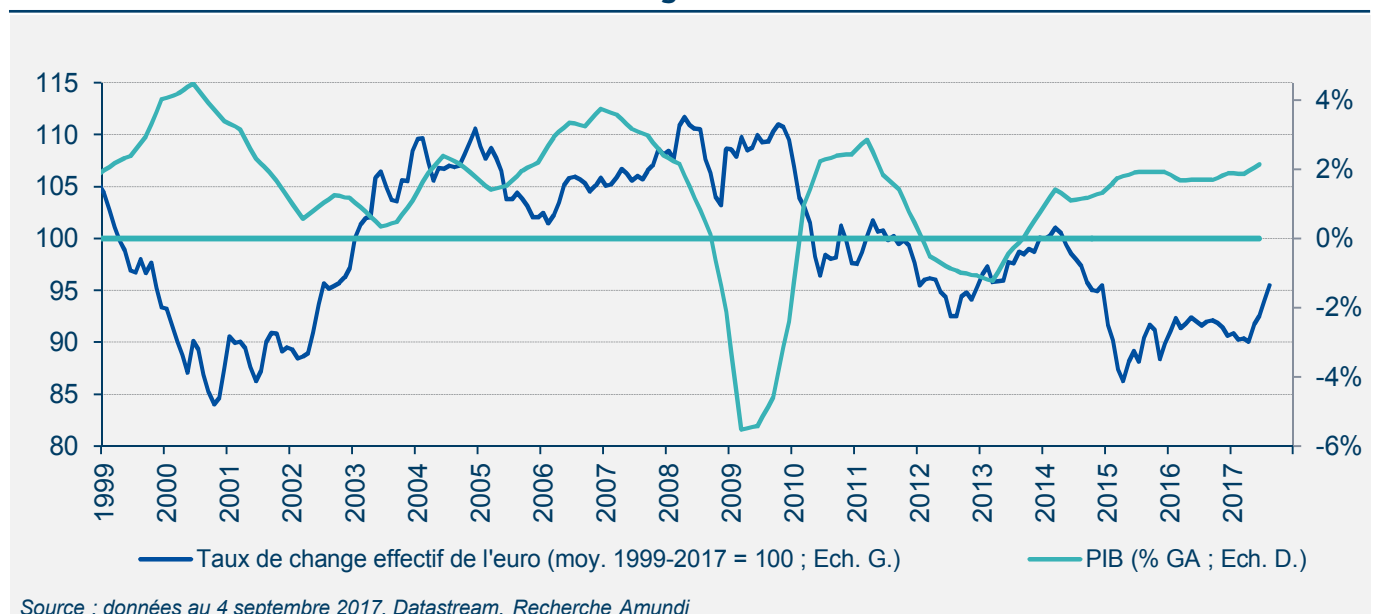
- La croissance au sein de la zone euro est surtout tirée par la demande intérieure (consommation et investissement), avec une contribution quasi nulle du commerce extérieur.
- Les exportations continuent de bénéficier de la vigueur de la demande mondiale qui profite, quant à elle, de la resynchronisation du cycle mondial depuis le début de l'année.

Dans ces conditions, nous estimons que le renforcement de la demande domestique va l'emporter sur les effets négatifs sur le commerce. Nous avons donc revu notre prévision de croissance en zone euro à la hausse de 1,8 % à 1,9 % en 2017. Nous considérons en outre que le bais reste haussier sur la croissance à l'horizon 2018. La poursuite de la hausse de l'euro nous conduit néanmoins à conserver une prévision légèrement en deçà de celle du consensus et à considérer que la croissance se tassera l'an prochain. Enfin, nous estimons que la remontée de l'inflation sous-jacente devrait se poursuivre, les facteurs cycliques domestiques (reprise du marché du travail, salaires) l'emportant.

“La sensibilité de l'inflation à la parité de l'euro face au dollar est plus forte que celle face aux autres devises et ce pour tous les pays.”

“Nous estimons que le renforcement de la demande domestique va l'emporter sur les effets négatifs sur le commerce.”

Zone euro : croissance du PIB vs. taux de change effectif réel de l'euro



Source : données au 4 septembre 2017, Datastream, Recherche Amundi

Quel impact sur la politique monétaire ?

Selon nos calculs, aux taux de change actuels, les hypothèses techniques retenues par la BCE en juin seraient revues avec un niveau de l'euro plus élevé de 2,3 % en moyenne en 2017, et de 2,3 % également en 2018 (soit moins de 5 % au total). Ce n'est donc pas la valeur actuelle de l'euro qui inquiète la BCE mais son rythme d'appréciation récent, notamment face au dollar. Il lui est en effet nécessaire d'ancrer les anticipations d'une remontée graduelle de l'inflation sous-jacente. Pour ce faire, il faut éviter de nourrir un mouvement de surréaction.

La BCE pourrait au même moment revoir sa prévision de croissance en hausse et sa prévision d'inflation totale à la baisse (pour 2018), tout en conservant sa prévision d'inflation sous-jacente inchangée. L'impact de la hausse récente de l'euro sur la politique monétaire est donc ambigu. D'un côté, la conjoncture et le dynamisme du commerce mondial encouragent la BCE à diminuer le degré d'accommodation monétaire comme attendu (en annonçant prochainement qu'elle compte diminuer le montant de ses achats de titres à compter de janvier 2018). D'un autre côté, il lui faut procéder prudemment pour éviter de nourrir les anticipations d'une remontée précoce de ses taux d'intérêt, ce qui pourrait provoquer un mouvement de surréaction à la hausse de l'euro et peser sur la reprise. Pour ce faire la BCE dispose d'une option médiane qui consisterait à annoncer un allongement de la durée de son programme de QE tout en abaissant le montant mensuel de ses achats (de 60 à 40 Mds par exemple). Cette option lui permettrait en effet à la fois d'éloigner les anticipations de la première hausse de ses taux directeurs, tout en saluant la bonne tenue de la conjoncture.

La hausse graduelle de l'euro que nous anticipons est en ligne avec les fondamentaux de la zone. Nous estimons que le durcissement des conditions s'opérera d'abord par le change. En l'absence de remontée significative de l'inflation, nous continuons de penser que la première hausse des taux directeurs ne viendra pas avant 2019, la BCE préférant attendre de voir s'éloigner le risque de surréaction de l'euro.

3. Quelle est la sensibilité des bénéfices de la zone euro à l'évolution du taux de change ?

Même si l'impact macroéconomique de la hausse de l'euro s'annonce limité, **les répercussions sur les bénéfices devraient s'avérer plus sensibles.**

Les premiers effets du renchérissement de l'euro ne tarderont pas à se manifester.

En se maintenant simplement à ses cours actuels, la monnaie unique devrait en effet commencer à peser sur les résultats dès ce trimestre (T3 2017). A fortiori, l'effet sera d'autant plus fort si le taux de change effectif de l'euro (TW Euro) devait s'apprécier de 10 % en 2018. Après avoir généralement flatté les bénéfices depuis mi-2014, l'euro devrait désormais peser au cours des prochains trimestres.

À titre d'exemple, **si le TW Euro devait en moyenne progresser de +10 %**, toutes choses égales par ailleurs, **ceci devrait amputer la croissance des BPA de la zone euro de 8 %**. Celle-ci étant estimée aujourd'hui à **+9 %** par le consensus IBES, elle ne serait donc plus que de **+1 %** dans cette hypothèse. Certes, il ne s'agit là que d'une simulation, d'autant qu'une appréciation de 10 % du TW Euro peut sembler audacieuse, mais elle donne un ordre de grandeur quant à la sensibilité des bénéfices. En supposant un autre scénario plus conservateur (trop ?) où le **TW Euro demeurerait à son niveau d'aujourd'hui** sur l'ensemble de 2018, sa hausse embarquée par rapport à 2017 serait tout de même de **+3,6 %** et le **coup de rabot sur les BPA 2018** de l'ordre de **-2,9 %** ($-8 \% / 10\% \times 3,6\% = -2,9\%$).

Deux autres approches pour faire le lien entre bénéfices et taux de change :

Les données de la **comptabilité nationale** sur les profits des sociétés étant trop centrées sur la partie domestique et ne distinguant pas les sociétés cotées, on recourt généralement à deux autres approches ; la première plus mathématique et la seconde plus analytique.

“La hausse graduelle de l'euro que nous anticipons est en ligne avec les fondamentaux de la zone.”

“Le renchérissement de l'euro va commencer à peser sur les bénéfices dès le T3 2017.”

La première approche, la plus courante, consiste à comparer dans le temps l'évolution de deux séries; ici la croissance des BPA et le TW Euro. Cette méthode a l'avantage d'être simple à mettre en œuvre. Mais au-delà de sa rigueur apparente, ses conclusions sont fragiles du fait du manque de profondeur de l'historique. Celui-ci ne remontant qu'à 2000 en zone euro, contre 1973 aux États-Unis, les résultats de la régression sont très sensibles à quelques points atypiques. Ainsi, de prime abord, une variation de 10 % du TW Euro modifie en sens inverse les BPA du MSCI EMU de 14 %. Mais si l'on élimine les données 2009 et 2010, où l'embarquée des BPA était plus liée à la grande crise financière qu'aux fluctuations du change, la sensibilité chute de 14 % à 9 %. Par ailleurs, cette approche masque d'autres facteurs explicatifs. Ainsi depuis mi-2014, au-delà des monnaies, les variations bénéficiaires du MSCI EMU ont été également largement tributaires des cours du pétrole et des matériaux de base.

Compte tenu de ces limites, nous préférons recourir à une autre méthode plus analytique qui a fait ses preuves à l'usage. Celle-ci consiste à déterminer l'exposition nette d'un indice actions aux devises étrangères comme on le ferait pour une entreprise. L'inconvénient de cette démarche est cependant la multiplication des hypothèses. C'est pourquoi, au-delà de la précision illusoire de chaque chiffre, ce sont les ordres de grandeur et la logique des articulations qui importent le plus.

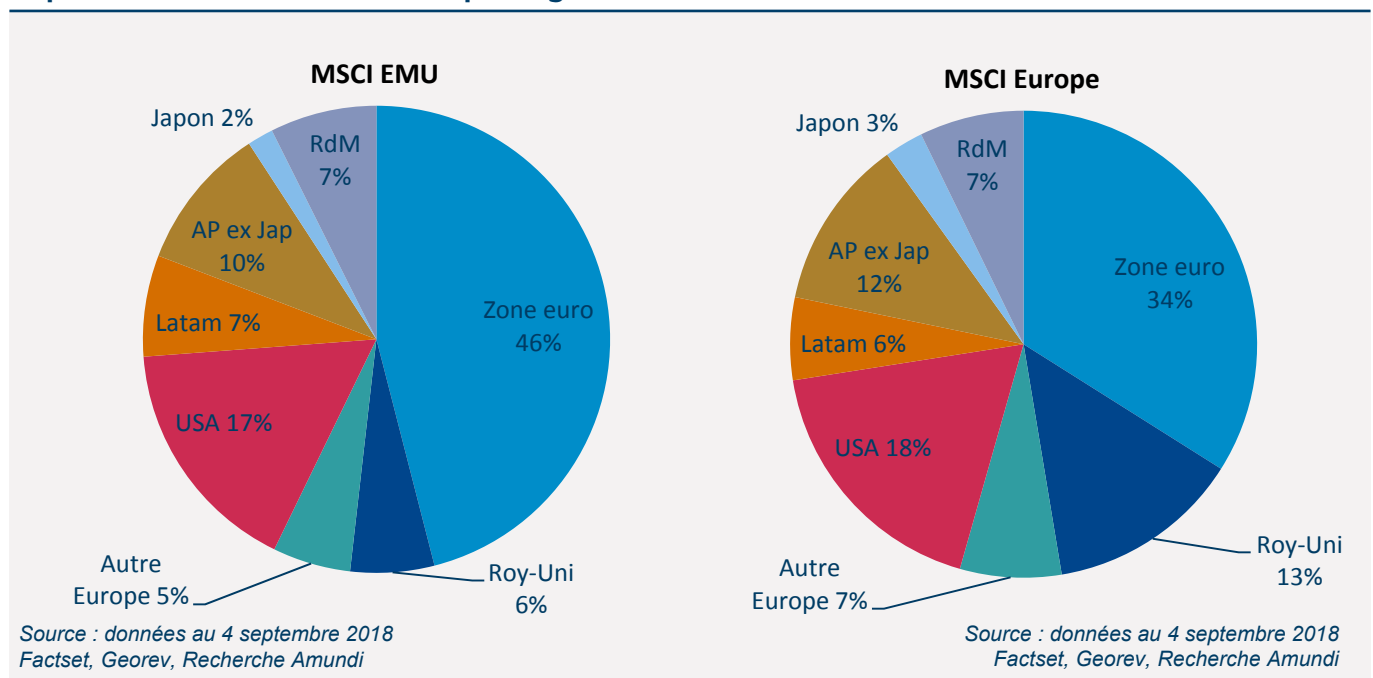
En guise d'exemple, le chiffre d'affaires ajusté et cumulé du MSCI EMU est estimé par Factset à 4 515 Mds € fin 2017, dont 54 % réalisé en dehors de la zone euro. Les sociétés du secteur financier (25 % du total) relevant d'une approche distincte, le chiffre d'affaires des sociétés non financières réalisé en dehors de l'Eurozone peut donc être estimé à 1 828 Mds € (4 515 x 54 % x 75 %). Par analogie avec une société, il s'agit en quelque sorte de l'exposition brute en devises étrangères du MSCI EMU (hors financières).

De la même façon, le passage du brut au net doit tenir compte de la part de la production réalisée à l'étranger et des achats réalisés en devises. En général, l'exposition nette des sociétés représente moins de 50 % de leur exposition brute. En retenant une valeur moyenne de 40 %, l'exposition nette en devises étrangères du MSCI EMU peut dès lors être estimée à 731 Mds € (1 828 x 40 %).

À tarif inchangé, une hausse de 10 % en année pleine du TW Euro aurait un impact négatif brut de 66 Mds sur le chiffre d'affaires du MSCI EMU (731-731/1.10). Ce manque à gagner est généralement compensé par des hausses de prix étalées dans le temps. En supposant que la première année un tiers de cet impact négatif soit compensée par des hausses de prix, le manque à gagner se réduirait à 44 Mds avant impôts (66 x 2/3) et 33 Mds après impôts (25 % de pression fiscale)

“ Sur 2018, une hausse de 10 % du taux de change effectif amputerait la croissance des bénéficiaires du MSCI Euro de 8 %.”

Répartition du chiffre d'affaires par région



A cet effet change de -33 Mds, il convient de rajouter le **supplément de résultats lié à l'amélioration de la conjoncture** et prendre en compte le **rebond spécifique des bancaires**. Concernant le premier point, on suppose en effet que le renchérissement du taux de change est en partie le reflet d'un redressement de la situation économique. Ce surcroît de résultats peut être estimé à **5 Mds** ($1\% \times 4515 \times 16\% \times 75\%$), soit le delta du chiffre d'affaires (+1 %) multiplié par la marge d'Ebitda (16 %) après pression fiscale à 25 %. Concernant le second point, les résultats des banques représentent 15 % du total. En supposant que leurs résultats, dopés par l'amélioration de la conjoncture (réduction des prêts non performants) et une pentification accrue de la courbe des taux, progressent de 15 % en 2018 au lieu de 9 % initialement attendus, ceci générerait un profit supplémentaire de **3 Mds €**.

Au final, **dans l'hypothèse d'une hausse de 10 % du TW euro** - entre les effets négatifs du change (-33 Mds) et les effets positifs de la conjoncture (+5 Mds) et des banques (+3 Mds) - **les résultats cumulés du MSCI EMU devraient être amputés de 25 Mds**, soit une progression ramenée à **+1 %** au lieu des +9 % envisagés à ce jour.

La même approche cette fois-ci pour l'ensemble de l'Europe révèle une sensibilité moindre. Ainsi, une variation de 10 % TW euro ne réduirait les BPA du MSCI Europe que de -5 % contre -8 % pour le MSCI EMU.

Pour conclure, si les effets d'une hausse de l'euro sur la croissance régionale devraient demeurer très modérés, **les impacts sur les bénéfiques devraient être plus significatifs et se faire jour dès le troisième trimestre 2017. Pour autant, la zone euro conserve de nombreux atouts.** La reprise économique s'y élargit et ce marché - plus cyclique que la moyenne - a tendance à surperformer quand la conjoncture se redresse. Au-delà du coup de frein momentané sur les résultats, à moyen terme leur potentiel de rattrapage est bien plus ample qu'ailleurs. Enfin, la valorisation demeure comparativement attrayante et le risque politique a été largement surestimé.

Conclusion

La reprise économique dans la zone euro, qui s'est considérablement renforcée depuis le début de l'année, est avant tout soutenue par la demande domestique. Par ailleurs, les exportations bénéficient de la resynchronisation du cycle mondial qui soutient la demande externe adressée aux producteurs de la zone euro. Dans ces conditions, nous estimons que la hausse de l'euro n'est pas suffisamment forte pour mettre en péril la reprise en cours. L'appréciation devrait donc se poursuivre (à un rythme graduel), en ligne avec les fondamentaux de la zone (devise sous-évaluée, renforcement de l'excédent de la balance de base, redressement des taux à long terme à venir). La BCE devra néanmoins veiller à éviter un mouvement de surréaction de l'euro. Sous cette condition, les profits des sociétés pourront certes pâtir de l'appréciation du change d'ici la fin de l'année, mais nous anticipons au final que c'est la dynamique cyclique qui finira par l'emporter. Le potentiel de rattrapage des profits en zone euro à moyen terme demeure significatif.

“Les impacts sur les bénéfiques devraient être plus significatifs et se faire jour dès le troisième trimestre 2017.”

Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short

Marie BRIÈRE — *Head of Investor Research Center — Amundi*,
Ariane SZAFARZ — *Université Libre de Bruxelles*

Longevity Risk: To Bear or to Insure?

LING-NI BOON — *Investor Research Center — Amundi*
Marie BRIÈRE — *Head of Investor Research Center — Amundi*,
Bas J.M WERKER — *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*

Alternative Risk Premia: What Do We Know?

Thierry RONCALLI — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

Opportunités de l'extraction minière en eaux profondes et ses enjeux ESG

Marie NAVARRE, Héloïse LAMMENS — *Analyse ESG*

Huile de Palme_Le dilemme environnemental

Elsa BLOTIÈRE, Julien GROUILLET, Aurélie RENARD — *Analyse ESG*

The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?

Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement

Éric MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*

Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?

Marie NAVARRE, Arnaud PEYTHIEU — *Analyse ESG*

Extraction et exploitation du charbon.

Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?

Catherine CROZAT — *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

#10 **Spread OAT/Bund: évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
Bastien Drut — *Stratégie et Recherche Économique*

#9 **Macron Président: les risques disparaissent... retour aux fondamentaux**
Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

#8 **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

#7 **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Correspondants

Rédacteur en chef

PHILIPPE ITHURBIDE - *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*

Rédacteurs en chef adjoints

DIDIER BOROWSKI - *Paris*, RICHARD BUTLER - *Paris*, ÉRIC MIJOT - *Paris*,
MO JI - *Hong Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED - *Paris*

Support

PIA BERGER - *Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*
BENOIT PONCET - *Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com. mundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com - Crédit photo: iStock by Getty Images - Wicki58